

销售规模行业领先，前瞻性布局海外产能

2024 年 09 月 03 日

► **事件：**2024 年 8 月 30 日，公司发布 2024 年半年报，24H1 公司实现营收 472.51 亿元，同比-11.88%；实现归母净利润 12.00 亿元，同比-68.77%；实现扣非归母净利润 2.17 亿元，同比-93.85%。分季度看，24Q2 公司实现营收 241.68 亿元，同比-20.69%，环比+4.70%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比-98.89%，环比-97.93%；实现扣非归母净利润 0.26 亿元，同比-93.87%，环比-86.33%。我们认为公司盈利下行主要受行业竞争加剧，组件盈利能力下滑影响。

► **N 型龙头地位稳固，持续深化全球化战略。出货：**24 年上半年，公司实现组件出货 43.8GW，其中 N 型组件销售量为 35.9GW，占比超过 80%，截至上半年公司组件出货量已超 260GW，N 型组件销售规模维持行业领先。根据公司预测，24Q3 公司出货量为 23-25GW。**产能：**公司已实现稳定量产的 N 型电池产能超过 75GW，N 型 TOPCon 电池大规模量产平均测试效率已超 26.1%，良率维持 98%+，良率、效率持续维持行业领先。根据公司预计，到 24 年末公司硅片、电池、组件产能将分别达到 120/95/130GW。**海外市场：**公司前瞻性布局新兴市场，中东市占率约 50%，在快速崛起的巴基斯坦市场，公司目前全年已签单超过 4GW，泰国市场市占率也在持续提升。此外，公司今年 7 月宣布与沙特阿拉伯王国公共投资基金等股东方签订协议，共同在沙特建设 10GW 电池组件项目，考虑到沙特日益高增的可再生能源需求，我们认为该项目落地后有望在深化公司全球化战略，提升市占率的同时，为公司业绩提供有力支撑。

► **积极拓展新增长极，切入储能赛道。**24 年上半年，公司在国内及中东、澳大利亚、南非等海外储能市场开拓均取得一定进展，在 BNEF 发布的储能与组件供应商分级名录中，公司为市场少数储能与组件均位列一级供应商的厂商。产品方面，公司通过不断技术创新实现产品迭代升级，推出 5MWh 大储系统蓝鲸-Suntera G2，为客户提供更优质的储能解决方案。

► **投资建议：**我们预计公司 24-26 年实现营收 954.71/1099.14/1261.67 亿元；归母净利润分别为 16.54/58.54/74.00 亿元；对应 9 月 2 日收盘价，PE 为 43x/12x/10x。公司为 TOPCon 领先企业，海外市场持续开拓有望增厚公司业绩，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**公司产能扩张不及预期、下游装机需求不及预期、行业竞争超预期、市场扩张不及预期、资产减值风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

7.04 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

相关研究

- 1.晶科能源 (688223.SH) 2023 年年报点评：出货量位居行业第一，N 型龙头地位稳固-2024/04/23
- 2.晶科能源 (688223.SH) 2023 年三季报点评：业绩超预期，N 型 TOPCon 占比持续提升-2023/10/31
- 3.晶科能源 (688223.SH) 2023 年半年报点评：N 型占比提升增厚盈利，一体化产能持续扩张-2023/08/15
- 4.晶科能源 (688223.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：业绩维持高增速，N 型占比有望持续提升-2023/05/02
- 5.晶科能源 (688223.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩亮眼，N 型组件量产红利逐步释放-2022/10/31

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	118,682	95,471	109,914	126,167
增长率 (%)	43.6	-19.6	15.1	14.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,440	1,654	5,854	7,400
增长率 (%)	153.2	-77.8	253.9	26.4
每股收益 (元)	0.74	0.17	0.59	0.74
PE	9	43	12	10
PB	2.0	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	118,682	95,471	109,914	126,167
营业成本	102,016	86,779	95,537	109,250
营业税金及附加	372	334	385	442
销售费用	2,609	2,100	2,418	2,776
管理费用	2,647	2,864	3,297	3,785
研发费用	1,578	955	1,099	1,262
EBIT	9,866	3,484	8,177	9,815
财务费用	-6	506	551	458
资产减值损失	-1,324	-800	-600	-500
投资收益	-48	955	0	0
营业利润	9,112	2,942	6,807	8,605
营业外收支	-418	-736	0	0
利润总额	8,694	2,206	6,807	8,605
所得税	1,253	551	953	1,205
净利润	7,440	1,654	5,854	7,400
归属于母公司净利润	7,440	1,654	5,854	7,400
EBITDA	18,036	11,860	16,552	17,975

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,837	26,734	34,481	44,797
应收账款及票据	26,221	17,668	20,356	23,381
预付款项	4,611	4,339	3,821	4,370
存货	18,216	19,090	22,299	25,785
其他流动资产	5,727	8,635	9,281	10,008
流动资产合计	82,611	76,466	90,238	108,340
长期股权投资	1,077	895	895	895
固定资产	37,001	40,276	38,581	36,100
无形资产	2,432	2,582	2,602	2,622
非流动资产合计	49,506	52,265	49,960	45,859
资产合计	132,117	128,731	140,199	154,200
短期借款	6,256	3,713	3,713	3,713
应付账款及票据	48,279	39,779	45,798	52,569
其他流动负债	17,306	20,130	21,482	23,531
流动负债合计	71,841	63,623	70,993	79,814
长期借款	3,618	7,293	7,293	7,293
其他长期负债	22,297	22,297	22,297	22,297
非流动负债合计	25,915	29,590	29,590	29,590
负债合计	97,756	93,213	100,583	109,404
股本	10,005	10,005	10,005	10,005
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	34,360	35,518	39,616	44,796
负债和股东权益合计	132,117	128,731	140,199	154,200

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.55	-19.56	15.13	14.79
EBIT 增长率	178.91	-64.68	134.69	20.02
净利润增长率	153.20	-77.77	253.88	26.41
盈利能力 (%)				
毛利率	14.04	9.10	13.08	13.41
净利润率	6.27	1.73	5.33	5.87
总资产收益率 ROA	5.63	1.29	4.18	4.80
净资产收益率 ROE	21.65	4.66	14.78	16.52
偿债能力				
流动比率	1.15	1.20	1.27	1.36
速动比率	0.78	0.76	0.84	0.92
现金比率	0.39	0.42	0.49	0.56
资产负债率 (%)	73.99	72.41	71.74	70.95
经营效率				
应收账款周转天数	59.39	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	62.93	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	1.00	0.73	0.82	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.17	0.59	0.74
每股净资产	3.43	3.55	3.96	4.48
每股经营现金流	2.48	1.02	1.67	1.77
每股股利	0.22	0.05	0.18	0.22
估值分析				
PE	9	43	12	10
PB	2.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	4.11	6.25	4.48	4.13
股息收益率 (%)	3.18	0.70	2.49	3.15

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,440	1,654	5,854	7,400
折旧和摊销	8,170	8,376	8,375	8,161
营运资金变动	8,406	-1,509	644	435
经营活动现金流	24,816	10,247	16,664	17,720
资本开支	-19,953	-12,227	-6,220	-4,252
投资	0	162	-50	-50
投资活动现金流	-20,128	-11,132	-6,290	-4,312
股权募资	45	0	0	0
债务募资	7,515	1,132	0	0
筹资活动现金流	3,434	-217	-2,628	-3,091
现金净流量	8,692	-1,103	7,746	10,316

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026